

拓荆科技 (688072.SH)

新签订单饱满, 合同负债增至 16.3 亿元

买入

核心观点

1Q23 营收同比增长 274%，合同负债和存货增长显订单增长。公司 1Q23 实现营收 4.02 亿元 (YoY 274.2%)，归母净利润约 0.54 亿元 (YoY 552.2%)，扣非归母净利润 0.2 亿元 (同比实现扭亏，1Q22 为-0.22 亿元)。其中非经常损益主要来自政府补助。截止 1Q23，公司合同负债较上季度增加 2.4 亿元至 16.3 亿元，存货增加 4.2 亿元至 27.2 亿元，显示新签订单饱满且持续稳健增加。

2022 年营收同比增长 125%，在手订单 46.02 亿元。2022 年实现营业收入 17.1 亿元 (YoY 125.0%)，归母净利润 3.7 亿元 (YoY 438.1%)，扣非归母净利润 1.8 亿元 (YoY 317.2%)，业绩显著增长主因 PECVD 设备质量稳步提高，实现销量大幅度增加。截至年末，公司在手销售订单金额为 46.0 亿元 (不含 Demo 订单)，公司 2022 年签订销售订单金额为 43.6 亿元 (不含 Demo 订单)，新增订单与上年同期相比增加 95.36%，为后续业绩的增长提供了有力保障。

2022 年 PECVD 收入增长 131%，ALD 实现产业化应用。公司 PECVD 系列产品在客户产线验证进展顺利，并取得良好成果，应用规模持续扩大，实现销售收入 15.6 亿元 (YoY 131.4%)；ALD 系列产品中 PE-ALD 设备已实现产业化应用，实现销售收入 0.33 亿元 (YoY 13.9%)，Thermal-ALD 设备已完成开发，已发货至客户端验证。SACVD 系列产品持续拓展应用领域，SA TEOS、BPSG、SAF 薄膜工艺设备在芯片制造领域均取得客户验收，实现销售收入 0.89 亿元 (YoY 117.4%)。此外，HDPCVD 已取得订单，混合键合系列产品已至客户端验证。

海外设备限制形势严峻，公司有望受益于国产替代加速。2022 年 10 月 7 日，美国对中国出口 14nm 及以下逻辑工艺、128 层及以上 NAND Flash 和 18nm 及以下 DRAM 制造相关的美商设备、美国零部件、软件以及提供相关制造服务的美籍人员新增了限制。2023 年 3 月 31 日，日本政府宣布计划限制 23 项半导体制造设备的出口。公司作为国内半导体薄膜沉积设备龙头，有望在国内半导体制造产业链国产化加速进程中受益。

投资建议：国产半导体薄膜沉积设备龙头，给予“买入”评级。

我们预计 2023-2025 年营收同比增长 70.0%、45.9%、28.8%至 29.0、42.3、54.4 亿元，归母净利润同比增长 54.6%、44.4%、34.2%至 5.7、8.2、11.0 亿元。给予公司目标价 458.04-503.84 元，对应 2023 年 20-22 倍 PS，给予“买入”评级。

风险提示：下游晶圆制造产能扩充不及预期风险，新产品开发不及预期的风险，国际关系持续恶化等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	758	1,706	2,897	4,226	5,442
(+/-%)	74.0%	125.0%	69.8%	45.9%	28.8%
净利润(百万元)	68	369	570	823	1104
(+/-%)	696.1%	438.1%	54.6%	44.4%	34.2%
每股收益(元)	0.72	2.91	4.51	6.51	8.73
EBIT Margin	-13.6%	10.0%	13.5%	15.2%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	5.7%	9.9%	13.3%	16.1%	17.8%
市盈率 (PE)	566.5	140.4	90.8	62.9	46.9
EV/EBITDA	-470.1	279.8	131.5	85.4	61.8
市净率 (PB)	32.53	13.94	12.09	10.15	8.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 半导体

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师: 周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人: 詹浏洋

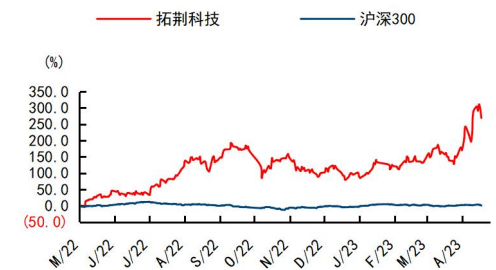
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (首次评级)
合理估值	458.04 - 504.84 元
收盘价	409.00 元
总市值/流通市值	51730/28098 百万元
52 周最高价/最低价	490.00/89.51 元
近 3 个月日均成交额	587.35 百万元

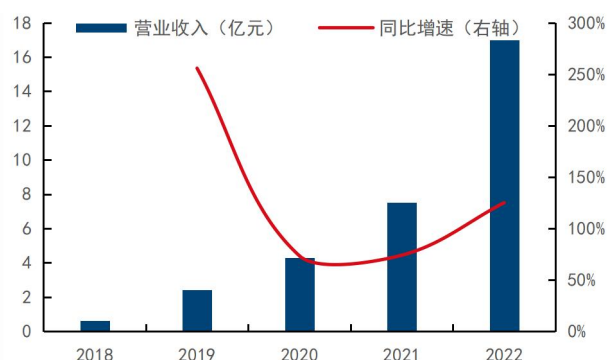
市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

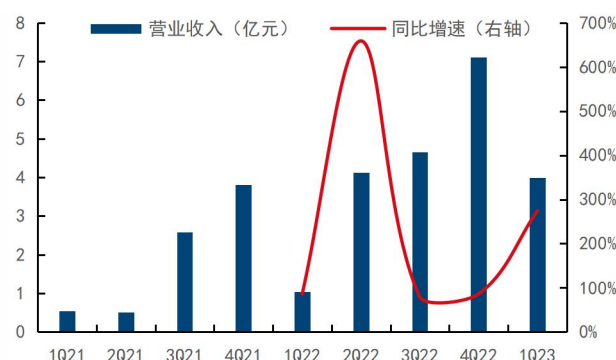
相关研究报告

图1：公司年度营业收入及同比增速



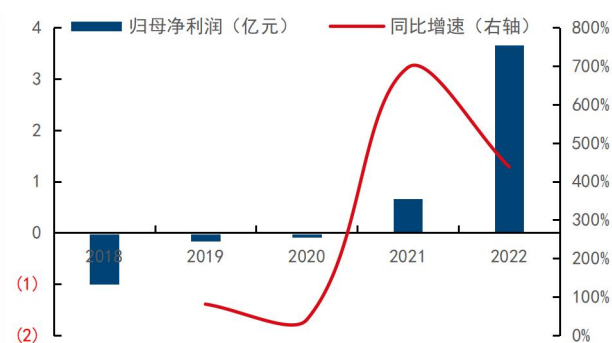
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入及同比增速



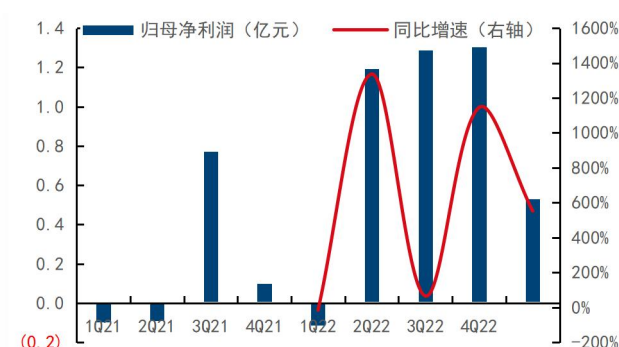
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年归母净利润及同比增速



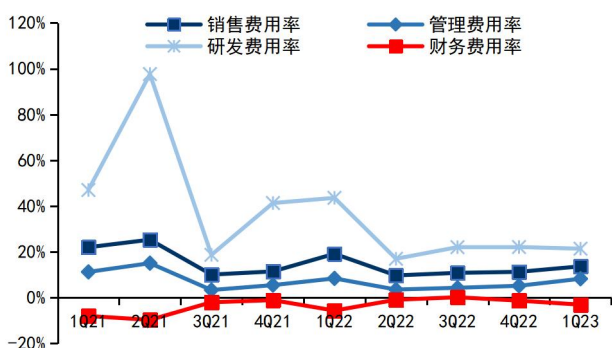
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及同比增速



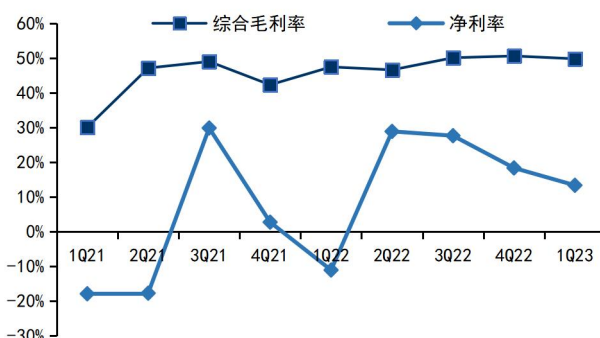
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

拓荆科技股份有限公司成立于 2010 年 4 月，是国家高新技术企业，主要从事半导体专用设备的研发、生产、销售与技术服务。公司主要产品包括等离子体增强化学气相沉积(PECVD)设备、原子层沉积(ALD)设备和次常压化学气相沉积(SACVD)设备三个产品系列，拥有自主知识产权，技术指标达到国际同类产品先进水平，公司产品已广泛应用于集成电路晶圆制造，以及 TSV 封装、光波导、Micro-LED、OLED 显示等新技术领域。公司产品已进入北京、上海、武汉、合肥、天津、中国台湾等 20 多个地区的 60 多条生产线，并设有技术服务中心，为客户提供每周 7 天，每天 24 小时的技术服务。

基于公司主营半导体设备及服务业务，主要预测假设和逻辑如下：

PECVD 设备：该系列设备是公司核心产品，也是芯片制造的核心设备之一，公司自成立就开始研制 PECVD 设备，在 PECVD 设备技术领域具有十余年的研发和产业化经验，并形成了覆盖全系列 PECVD 薄膜材料的设备。

公司 PECVD 设备在国内持续保持竞争优势，在客户产线验证通过的薄膜种类及性能指标类型持续增加，工艺覆盖率不断提升，市场占有率持续攀升，获得现有及新客户的批量订单和批量验收。2018-2022 年，公司来自 PECVD 设备营收分别为 0.5、2.5、4.2、6.8 和 15.6 亿元，在主营业务营收占比 73.2%、98.6%、96.0%、89.1%、91.7%。2023 年-2025 年，公司 PECVD 业务将继续受益于国内集成电路制造项目大幅扩产，预计营收增长 63.1%、27.1%、22.2%达到 25.5、32.4、39.6 亿元，毛利率将稳定在 49%、49%、49%。

SACVD 设备：该设备主要应用于沟槽填充工艺，是集成电路制造的重要设备之一。公司 SACVD 产品持续提升产品竞争力，积极拓展应用领域，可实现 SATEOS、BPSG、SAF 薄膜工艺沉积的 SACVD 设备均通过客户验证，实现了产业化应用。

公司于 2020 年首次实现 SACVD 销售，2020-2022 年该设备收入分别为 0.09、0.41、0.89 亿元。目前公司 SACVD 产品已在国内集成电路制造产线实现了广泛应用，并取得了现有及新客户订单，预计 2023 年-2025 年公司 PECVD 业务将在国内集成电路制造项目大幅扩产期加速产业化，预计营收增长 101.2%、100.0%、50%达到 1.8、3.6、5.4 亿元，毛利率将稳定为 47%、47%、48%。

ALD 设备：该设备是一种可以将反应材料以单原子膜形式通过循环反应逐层沉积在硅片表面，形成对复杂形貌的基底表面全覆盖成膜的专用设备。由于 ALD 设备可以实现高深宽比、极窄沟槽开口的优异台阶覆盖率及精确薄膜厚度控制，实现了芯片制造工艺中关键尺寸的精度控制，在结构复杂、薄膜厚度要求精准的先进逻辑芯片、存储芯片制造中，ALD 是必不可少的核心设备之一。

公司 ALD 产品系列包括 PE-ALD(等离子体增强原子层沉积)产品和 Thermal-ALD(热处理原子层沉积)产品。公司 PE-ALD(PF-300T Astra)产品在现有客户端成功完成产业化验证，取得了进一步突破性进展，PE-ALD(NF-300HAstra)在客户端验证进展顺利。此外，公司持续拓展 PE-ALD 薄膜种类及工艺应用，并获得了不同客户的订单。公司 Thermal-ALD(PF-300T Altair、TS-300 Altair)设备已完成研发，并出货至不同客户端进行验证，可以沉积 Al₂O₃ 等金属化合物薄膜。

综上，公司前期以客户端验证送机为主，在 2018、2021、2022 年分别出货 1、2、1 台，确认收入 0.15、0.14、0.33 亿元，我们预计公司 ALD 设备随着验证逐步通过，有望受益于国内先进逻辑和存储制造项目国产化趋势，预计 2023-2025 年 ALD 设备营收增长 268.2%、350.0%、48.2% 达到 1.2、5.4、8.0 亿元，毛利率将逐步提升至 46%、48%、50%。

其他收入：半导体设备方面，公司除 PECVD、SASCVD 和 ALD 设备以外，亦有 HDPCVD 和混合键合系列产品研发及产业化项目，目前已出货至客户端进行验证，后期有望实现销售收入。除此之外，设备公司提供设备有关的备品备件销售及技术服务，随公司设备在各生产线保有量增加而增加。综上，预计 2023-2025 年公司其他业务收入增长 130.0%、85.0%、65.0% 至 0.47、0.86、1.42 亿元，毛利率将保持稳定为 54.3%、54.3%、54.3%。

表 1：公司业务拆分预估和主要费率预估

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
半导体设备	收入（百万元）	745.2	1685.3	2850.0	4140.0	5300.0
	同比增长率	73.8%	126.2%	69.1%	45.3%	28.0%
	毛利率	43.8%	49.2%	48.7%	48.4%	48.6%
PECVD	收入（百万元）	675.43	1563.23	2550.00	3240.00	3960.00
	同比增长率	61.5%	131.4%	63.1%	27.1%	22.2%
	毛利率	42.6%	49.4%	49.0%	49.0%	49.0%
SACVD	收入（百万元）	41.2	89.5	180.0	360.0	540.0
	同比增长率	374.7%	117.4%	101.2%	100.0%	50.0%
	毛利率	63.0%	46.8%	47.0%	47.0%	48.0%
ALD	收入（百万元）	28.6	32.6	120.0	540.0	800.0
	同比增长率	1455.4%	13.9%	268.2%	350.0%	48.1%
	毛利率	44.2%	46.0%	46.0%	46.0%	47.0%
其他收入	收入（百万元）	12.75	20.27	46.62	86.25	142.31
	同比增长率	85.9%	59.0%	130.0%	85.0%	65.0%
	毛利率	55.2%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%
合计	收入（百万元）	757.96	1705.57	2896.62	4226.25	5442.31
	同比增长率	74.0%	125.0%	69.8%	45.9%	28.8%
	毛利率	44.0%	49.3%	48.8%	48.6%	48.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：由于公司 IPO 募资后，将继续加强各产品线目前正处于研发、产业化、客户验证导入推广和多地产能假设，预计公司将继续保持较高研发、销售和管理费用支出。但营收大幅增长带来的规模效应将有效优化费用率，预计 2023-2025 年，公司销售、管理、研发和财务费用率合计将下降至 33.4%、31.5%、29.8%。

表 2：公司期间费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	12.8%	11.3%	11.1%	10.8%	10.0%
管理费用率	5.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.6%
研发费用率	38.0%	22.2%	19.2%	17.7%	17.2%
财务费用率	-2.5%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-0.9%
合计	54.2%	37.2%	33.4%	31.5%	29.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表3：未来3年盈利预测表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	758.0	1705.6	2896.6	4226.2	5442.3
营业成本	424.4	865.2	1482.0	2174.2	2789.4
销售费用	97.0	192.3	320.8	455.4	542.9
管理费用	44.5	81.0	124.2	167.7	193.6
研发费用	288.3	378.7	556.3	748.3	936.4
财务费用	-19.3	-18.2	-32.5	-41.5	-48.5
营业利润	56.3	356.5	556.2	804.5	1083.1
利润总额	67.4	364.2	563.1	813.0	1090.8
归属于母公司净利润	68.5	368.5	569.9	822.8	1103.9
EPS	1.7	1.8	1.9	2.4	3.0
ROE	5.7%	9.9%	13.3%	16.1%	17.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计 2023-2025 年营收同比增长 70.0%、45.9%、28.8%至 29.0、42.3、54.4 亿元，归母净利润同比增长 54.6%、44.4%、34.2%至 5.7、8.2、11.0 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率分别提高 5pct 和 2pct；悲观预测将营收增速和毛利率分别降低 5pct 和 2pct。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	758	1706	2982	4500	6019
(+/-%)	74%	125%	75%	51%	34%
毛利率	44%	49%	51%	51%	51%
归母净利润(百万元)	68	369	643	956	1324
(+/-%)	696%	438%	74%	49%	38%
摊薄 EPS	0.72	2.91	5.08	7.56	10.47
中性预测					
营业收入(百万元)	758	1706	2897	4226	5442
(+/-%)	74%	125%	70%	46%	29%
毛利率	44%	49%	49%	49%	49%
归母净利润(百万元)	68	369	570	823	1104
(+/-%)	696%	438%	55%	44%	34%
摊薄 EPS(元)	0.72	2.91	4.51	6.51	8.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	758	1706	2811	3961	4903
(+/-%)	74%	125%	65%	41%	24%
毛利率	44%	49%	47%	47%	47%
归母净利润(百万元)	68	369	501	702	914
(+/-%)	696%	438%	36%	40%	30%
摊薄 EPS	0.72	2.91	3.96	5.55	7.22
总股本(百万股)	95	126	126	126	126

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值：合理估值区间 458.04-503.84 元

我们选取同在科创板上市的国内半导体设备企业中微公司、芯源微、盛美上海和华海清科作为可比公司，其中：

中微公司：一家以中国为基地、面向全球的高端半导体微观加工设备公司，深耕芯片制造刻蚀领域，研制出了国内第一台电介质刻蚀机。公司专注于集成电路、LED 关键制造设备，核心产品包括：1) 用于 IC 集成电路领域的等离子体刻蚀设备 (GCP、ICP)、深硅刻蚀设备 (TSV)；2) 用于 LED 芯片领域的 MOCVD 设备。

芯源微：是国家高新技术企业，主要从事半导体专用设备的研发、生产和销售，产品包括光刻工序涂胶显影设备 (涂胶/显影机、喷胶机) 和单片式湿法设备 (清洗机、去胶机、湿法刻蚀机)，产品可用于 6 英寸及以下单晶圆处理 (如 LED 芯片制造环节) 及 8/12 英寸单晶圆处理 (如集成电路制造前道晶圆加工及后道先进封装环节)。

盛美上海：一家具备世界领先技术的半导体设备制造商，主要从事半导体专用设备的研发、生产和销售，主要产品包括半导体清洗设备、半导体电镀设备和先进封装湿法设备等。

华海清科：一家拥有核心自主知识产权的高端半导体设备制造商。公司主要从事半导体专用设备的研发、生产、销售及技术服务，主要产品为化学机械抛光 (CMP) 设备。

表5：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		PS (倍)	
				2023E	2024E	2023E	2024E
688012.SH	中微公司	184.0	1,135.4	62.25	80.54	18.24	14.10
688037.SH	芯源微	290.6	269.1	19.94	27.15	13.50	9.92
688082.SH	盛美上海	115.8	501.8	38.40	49.50	13.07	10.14
688120.SH	华海清科	383.4	409.0	26.05	35.01	15.70	11.68
平均	-	-	-	36.66	48.05	15.13	11.46
688072.SH	拓荆科技	409.0	517.3	28.97	42.26	17.86	12.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测（数据截止日期：2023 年 4 月 22 日，可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

截至 2023 年 4 月 22 日，公司 A 股可比公司对应 2023 年 PS 的估值均值为 15.13 倍，估值区间为 13.1-18.2 倍。从市场规模角度，薄膜沉积设备与刻蚀设备、光刻机同为半导体制造最关键三大装备，关键技术难度大，特别在先进逻辑、存储工艺关键性显著提升。三大设备在半导体产线设备投入占比均超过 20%，全球市场规模超 200 亿美元，且国产替代空间大。综上，给予公司目标价 458.04-503.84 元，对应 2023 年 20-22 倍 PS，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 458.04-503.84 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是可比公司的选择和对公司估值倍数的选择。我们根据对公司的综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准确的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 70.0%、45.9%、28.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年主营业务毛利率分别为 48.8%/48.6%/48.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

市场风险

行业波动风险：集成电路行业具有周期性波动的特点，且半导体行业周期的频率要远高于经济周期，在经济周期的上行或下行过程，都可能出现完全相反的半导体周期。受行业波动周期的影响，未来半导体行业能否持续回暖具有不确定性，可能对公司经营业绩造成不利影响。

半导体行业政策调整风险：公司所处的集成电路行业是国家重点鼓励发展的领域之一。各主管部门为行业发展营造了良好的政策环境，行业主要法律法规和政策鼓励充分的市场竞争，保护企业的合法合规经营，并规划了长远的发展路径，为国内集成电路行业的发展带来了良好的发展机遇。未来，若国家对集成电路相关产业政策的支持力度减弱，将对公司未来发展产生一定不利影响。

经营风险

晶圆厂扩产不及预期的风险：下游晶圆厂产能规模决定了半导体专用设备的市场空间。晶圆厂的扩产投资具有一定的周期性。如果下游晶圆厂的投资强度降低，公司将面临市场需求下降的风险，对于公司的经营业绩会造成不利影响。

供应链安全风险：近年来，复杂的国际形势加剧了全球供应链的不稳定性。目前，公司的部分零部件暂时仍然需要向国外供应商采购。如果国际贸易摩擦进一步加剧，可能出现上述国外供应商受相关政策影响减少或者停止对公司零部件的供应，进而影响公司产品生产能力、生产进度和交货时间，降低公司的市场竞争力。

市场竞争风险：目前公司的竞争对手主要为国际知名半导体设备制造商，与中国半导体专用设备企业相比，国际巨头企业拥有客户端先发优势，公司的综合竞争力处于弱势地位，市场占有率较低。另外，国内半导体设备厂商存在互相进入彼此业务领域，开发同类产品的可能。公司面临国际巨头以及潜在国内新进入者的双重竞争。如果公司无法有效应对市场竞争环境，则公司的行业地位、市场份额、经营业绩等均会受到不利影响。

财务风险

政府补助政策变动风险：公司在各期内收到的政府补助主要是对公司研发投入的支持。如果公司未来不能持续获得政府补助，或政府补助显著降低，公司将需要投入更多自筹资金用于研发，进而影响公司现金流。此外，政府补助的减少，也会对公司的经营业绩产生一定的不利影响。

技术风险

关键技术人才流失风险：集成电路行业是智力密集型行业，人力资源是集成电路企业的发展基础，亦是公司保持持久竞争优势的关键因素之一。公司已构建了一支专业的人才技术团队，未来，若公司内部组织建设情况不佳，内部薪酬考核机制在同行业中丧失竞争力，或员工晋升机制未能得到高效率执行，公司可能将面临关键技术人员流失且无法引入更多高水平技术人员的风险，进而对公司未来发展产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	965	3827	3876	4356	5123	营业收入	758	1706	2897	4226	5442
应收款项	104	289	490	715	921	营业成本	424	865	1482	2174	2789
存货净额	953	2297	3912	5784	7440	营业税金及附加	7	17	23	38	49
其他流动资产	153	408	666	955	1222	销售费用	97	192	321	455	543
流动资产合计	2175	6820	8943	11810	14707	管理费用	45	81	124	168	194
固定资产	289	393	441	510	562	研发费用	288	379	556	748	936
无形资产及其他	43	44	42	40	39	财务费用	(19)	(18)	(32)	(41)	(48)
其他长期资产	11	56	56	56	56	投资收益	0	14	5	6	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(6)	(7)	(30)	(43)	(59)
资产总计	2518	7313	9483	12417	15364	其他	146	160	159	157	155
短期借款及交易性金融负债	1	402	134	179	238	营业利润	56	357	556	805	1083
应付款项	406	871	1484	2195	2823	营业外净收支	11	8	7	9	8
其他流动负债	609	1674	2827	4130	5217	利润总额	67	364	563	813	1091
流动负债合计	1016	2947	4445	6504	8278	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	270	270	270	270	少数股东损益	(2)	(4)	(7)	(10)	(13)
其他长期负债	309	389	498	565	651	归属于母公司净利润	68	369	570	823	1104
长期负债合计	309	659	768	835	921	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1324	3605	5214	7339	9199	净利润	67	364	563	813	1091
少数股东权益	1	(4)	(10)	(20)	(33)	资产减值准备	5	23	35	50	69
股东权益	1193	3712	4279	5099	6198	折旧摊销	18	27	43	49	56
负债和股东权益总计	2518	7313	9483	12417	15364	公允价值变动损失	0	(16)	(5)	(7)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	0	(1)	(32)	(41)	(48)
每股收益	0.72	2.91	4.51	6.51	8.73	营运资本变动	16	(173)	(193)	(300)	(319)
每股红利	0.00	0.01	0.02	0.03	0.03	其它	32	24	(3)	(8)	(20)
每股净资产	12.57	29.35	33.83	40.31	49.00	经营活动现金流	137	248	408	555	818
ROIC	-9%	6%	11%	21%	25%	资本开支	(150)	(111)	(89)	(117)	(106)
ROE	6%	10%	13%	16%	18%	其它投资现金流	0	(40)	0	0	0
毛利率	44%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(150)	(151)	(89)	(117)	(106)
EBIT Margin	-14%	10%	13%	15%	17%	权益性融资	2	2153	0	0	0
EBITDA Margin	-11%	12%	15%	16%	18%	负债净变化	0	270	0	0	0
收入增长	74%	125%	70%	46%	29%	支付股利、利息	0	(1)	(2)	(3)	(4)
净利润增长率	696%	438%	55%	44%	34%	其它融资现金流	(5)	368	(268)	45	59
资产负债率	53%	49%	55%	59%	60%	融资活动现金流	(3)	2790	(270)	41	55
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(15)	2890	49	480	767
P/E	566.5	140.4	90.8	62.9	46.9	货币资金的期初余额	950	935	3825	3873	4353
P/B	32.5	13.9	12.1	10.1	8.3	货币资金的期末余额	935	3825	3873	4353	5121
EV/EBITDA	(470.1)	279.8	131.5	85.4	61.8	企业自由现金流	(218)	(86)	151	276	562
						权益自由现金流	(223)	552	(84)	362	670

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032